

学校编码: 10384

分类号: ____密级____

学号: 200112020

UDC _____

学 位 论 文

资产价格与货币政策

Asset Prices and Monetary Policy

叶 良 艺

指导教师姓名: 陈善昂 副教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2004 年 4 月

论文答辩时间: 2004 年 5 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2004 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2004 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内 容 摘 要

本文所要研究的中心问题是“货币政策是否应当对资产价格的变动做出反应”。关于这一问题，政策当局和理论界存在相互对立的两种观点。针对这一富有争议的问题，笔者认为不能简单地认定货币政策是否应当对资产价格的变动做出反应。对这一问题的解答首先要分析资产价格与宏观经济、金融体系的关系，识别在不同的情况下，货币政策对资产价格的反应选择。

本文通过分析发现：当资产价格对总需求有显著的影响时，或者资产价格的变化有助于预测未来通货膨胀率时，货币政策应当对资产价格的变化做出反应；货币政策对资产价格的反应与否与资产价格的高低是无关的，货币政策不应干预资产价格的变化；中央银行应当采取货币政策之外的其他辅助措施以抑制资产价格泡沫的形成。这几点也便是货币政策对资产价格的反应原则。在这一反应原则的基础上，本文提出了几点对中央银行在处理该问题时的相关政策取向。

通过分析我国股票价格与宏观经济的关系，本文发现，我国股票价格对消费需求、投资需求和总产出的影响非常微弱，对通货膨胀率也不具有预测的功能，因此本文认为我国货币政策不应应对股票价格做出反应。通过对我国货币政策反应函数的估计表明了我国货币政策并没有将股票价格作为决策的依据，这是合理的。文章最后对我国处理货币政策与股票价格关系提出几点相应的政策建议。

本文的创新之处在于构造了分析货币政策对资产价格反应选择的一个完整、全面的分析框架，并且尝试地提出了货币政策对资产价格的反应原则，对泰勒规则反应函数加以扩展以分析我国货币政策对股票价格的反应情况，等等。本文旨在解答货币政策是否应当对资产价格的变化做出反应这一争议问题，这对于理论研究和实践操作都具有非常重要的借鉴和指导意义。

关键词：资产价格；货币政策；反应原则

ABSTRACT

This paper aims to solve the problem of whether central bank's monetary policy should respond to asset prices' volatilities. On this problem, there are two different opinions in the authorities and academes. In allusion to this disputed problem, I believe that it is incorrect to conclude whether monetary policy should respond to asset prices. To answer this problem, we must firstly analyze the connections between asset prices and macroeconomy and financial system, and then recognize the choice of monetary policy's responding to asset prices under different situations. On the basis of this analysis, we can conclude the principle of monetary policy's responding to asset prices.

By analyzing the relation between asset prices and macroeconomy, I found that: The intension of impact directly decides the monetary policy's responding. If asset prices' volatilities remarkably affect aggregate demand, monetary policy should respond to asset prices, and vice versa. If asset prices can help to predict future inflation, monetary policy should respond to asset prices' volatility, and vice versa. It is not because asset prices' booming will become bubbles that monetary policy should respond to asset prices. In fact, it is difficult for monetary policy to restrain the forming of asset-price bubbles. Monetary policy should not intervene asset prices' volatility. The views mentioned above are the main points of monetary policy's response principle.

By data analysis, I found stock price's impacts on consumption, investment and output were very weak, and stock price couldn't help to predict inflation in our country, either. So our country's monetary policy should not respond to stock price. Then I tried to estimate the response function of our country's monetary policy. The result shows that our monetary authority doesn't take stock price into account in making decisions. At the end, I gave some advice to our monetary authority for improving monetary policy.

The innovative points of this paper is to construct such an integrated analytic framework, put forward the monetary policy's response principle, and widen Taylor rule function to analyse monetary policy's response to stock price in our country, and so on. This paper can be use of reference in theoretic study and guidance in practice.

KEY WORDS: asset prices; monetary policy; response principle

目 录	
导 论.....	1
一、本文选题的背景.....	1
二、论文的思路和研究方法.....	2
三、创新与不足.....	4
第一章 货币政策是否应对资产价格做出反应：争论概述.....	6
第一节 争论的前提.....	6
一、对自由市场原则的重新审视.....	6
二、货币政策的有效性.....	7
三、货币政策的最终目标.....	9
第二节 货币政策是否应对资产价格做出反应的不同观点.....	10
一、支持者的观点.....	10
二、反对者的观点.....	12
第二章 资产价格、总需求与货币政策.....	14
第一节 资产价格与社会总需求.....	14
一、资产价格与消费需求.....	14
二、资产价格与投资需求.....	16
第二节 货币政策的反应选择.....	19
一、资产价格对总需求的影响与货币政策反应.....	19
二、资产价格在经济中作用与货币政策反应.....	23
小 结.....	25
第三章 资产价格、通货膨胀与货币政策.....	26
第一节 资产价格与通货膨胀的关系.....	26
一、资产价格能否预测未来通货膨胀的理论分歧.....	26
二、不同的实证研究结论.....	29
第二节 货币政策的反应选择.....	31
一、资产价格—物价水平的背离与货币政策的困境.....	31
二、资产价格能预测未来通货膨胀情况下的货币政策反应.....	33
三、资产价格能否预测未来通货膨胀的不同情况下的货币政策反应.....	34
小 结.....	38
第四章 资产价格泡沫、金融危机与货币政策：以日本为例.....	39
第一节 日本的资产价格泡沫与货币政策.....	39

一、日本的资产价格泡沫与金融危机	39
二、日本资产价格泡沫形成和崩溃过程中的货币政策	42
三、对日本银行的批评	45
第二节 货币政策控制资产价格泡沫的困难	46
一、货币政策操作不能单为资产价格的变化而做出调整	47
二、资产价格泡沫判断的困难	48
三、依靠货币政策难以防止资产价格泡沫的出现	49
小 结	51
第五章 资产价格与中央银行的政策取向	52
第一节 货币政策应不应对资产价格做出反应的再讨论	52
一、支持者观点的一个代表: Kent & Lowe 的模型	52
二、反对者观点的一个代表: Bernanke & Gertler 的模型	57
三、两个模型的评述	59
四、货币政策对资产价格的反应原则	62
第二节 中央银行的政策取向	63
一、实行灵活通货膨胀目标制的货币政策框架	63
二、监测资产价格的变动	64
三、其他辅助措施	65
第六章 资产价格与我国货币政策的完善	67
第一节 我国股票价格对宏观经济影响的实证检验	67
一、我国股票市场的财富效应分析	67
二、我国的股票价格与投资需求的关系分析	70
三、我国股票价格增长率与 GDP 增长率的关系分析	71
四、我国股票价格与通货膨胀率的关系分析	72
五、结论	74
第二节 我国货币政策反应函数的估计与分析	74
一、我国货币政策反应函数的估计	74
二、分析结论	76
第三节 相关政策建议	77
一、逐步过渡到通货膨胀目标制的货币政策框架	77
二、货币政策的制定要关注股票价格的变化	79
三、慎重对待信贷资金进入股市的问题	80
参 考 文 献	83
后 记	86

CONTENTS

Introduction.....	1
Background of the title.....	1
Thought and method of the study.....	2
Innovation and shortage.....	4
Chapter 1: Summary of the dispute on whether monetary policy should respond to asset prices.....	6
Section 1: Prerequisite of the dispute.....	6
Re-examination of free-market principle.....	6
Validity of monetary policy.....	7
Final goals of monetary policy.....	9
Section 2: Different opinions on whether monetary policy should respond to asset prices...10	10
Supporters' opinion.....	10
Objectors' opinion.....	12
Chapter 2: Asset prices, aggregate demand, and monetary policy...14	14
Section 1: Asset prices and aggregate demand.....	14
Asset prices and demand of consumption.....	14
Asset prices and demand of investment	16
Section 2: Monetary policy's choice of response	19
Asset prices' effect on aggregate demand and monetary policy's response.....	19
Asset prices' roll in macroeconomy and monetary policy's response.....	23
Brief summary.....	25
Chapter 3: Asset prices, inflation, and monetary policy.....	26
Section 1: Asset prices and inflation.....	26
Diverge on whether asset prices can help to forecast future inflation.....	26
Different empirical conclusions.....	29
Section 2: Monetary policy's choice of response.....	31
Deviation of asset prices and general price, and monetary policy's dilemma.....	31
Monetary policy's response if asset prices can help to forecast future inflation...33	33
Monetary policy's response in different situations.....	34
Brief summary.....	38
Chapter 4: Asset-price bubbles, financial crisis, and monetary policy...39	39
Section 1: Japanese asset-price bubbles and monetary policy.....	39

Japanese asset-price bubbles and financial crisis.....	39
Japanese monetary policy during the booming and bursting of asset-price bubbles...42	
Criticism to Bank of Japan.....	45
Section 2: Difficulty of controlling asset-price bubbles by monetary policy.....	46
Monetary policy couldn't operate merely to stabilize asset prices.....	47
Difficulty of judging asset-price bubbles.....	48
Difficulty of preventing forming of asset-price bubbles by monetary policy.....	49
Brief summary.....	51
Chapter 5: Asset prices and central banks' policy choice.....	52
Section 1: Rediscussion of whether monetary policy should respond to asset prices...52	
Kent & Lowe's model.....	52
Bernanke & Gertler's model.....	57
Comment on these two models.....	59
Monetary policy's response principle	62
Section 2: Central banks' policy choice.....	63
Monetary policy framework of flexible inflation targeting	63
Inspecting the volatility of asset prices.....	64
Other accessorial measures.....	65
Chapter 6: Asset prices and monetary policy's improvement in our country.....	68
Section 1: Empirical study on the relation of equity price and macroeconomy...68	
Wealth effect of stock market in our country.....	68
Analysis on equity price's influence on demand of investment	71
Analysis on equity price's influence on the growth of GDP.....	72
Analysis on the relation of equity price and inflation.....	73
Conclusion.....	75
Section 2: Estimation and analysis on monetary policy's response function in our country.....	75
Estimation of monetary policy's response function.....	75
Analysis and conclusion.....	77
Section 3: Pertinent suggestions.....	78
Switch to inflation targeting monetary policy framework step by step.....	78
Pay attention to asset prices' volatility	80
Attach importance to the problem of credit capital flowing into stock market...81	
Reference.....	84
Postscript.....	87

导 论

一、本文选题的背景

随着各国资本市场的发展、金融结构的变化，资产价格的波动成为影响宏观经济稳定和发展的的重要因素。尤其是在过去的 20 年里，资产价格的剧烈波动严重威胁着金融体系的稳定乃至国民经济的持续健康发展。如 20 世纪 80 年代后期，日本、北欧等国家资产价格极度膨胀引发的“泡沫经济”对其经济造成了长期不利的影响。在庆祝英格兰银行成立 300 周年的会议上，美联储主席格林斯潘（Alan Greenspan）提出了“中央银行是否应当更多地关注资产价格泡沫”的问题，人们开始正视资产价格与货币政策的关系问题。

20 世纪 90 年代后期，美国等西方国家资产价格明显偏离实体经济的发展趋势再一次引起了决策部门的普遍担忧。1999 年 8 月 27 日，在怀俄明举行的货币政策会议上，格林斯潘强调，美联储的货币政策将更多地考虑股票市场的因素。因为有越来越多的美国人投资于股市，而且个人投资在美国家庭财富中所占的比重越来越大。“在评价货币政策起作用的宏观经济环境时，我们不能再仅仅对商品和服务的流量做粗浅的分析。关于资产价格的行为走势及其对家庭和企业决策的影响，还有许多重要的，而且是难度极大的问题。如果我们要更好地理解资产负债表的变化对经济以及间接地对货币政策的影响，我们别无选择地只能迎接这些问题提出的挑战。”由此，引发了近几年来国际上经济学界和各国货币当局对“货币政策是否应对资产价格的波动做出反应”的激烈争论。

在过去十几年里，我国的资本市场从无到有，从小到大，现在已经发展成为我国金融体系中不可或缺的重要组成部分，在为国民经济建设、推进传统产业升级、促进生产力迅速提高等方面，资本市场发挥了举足轻重的作用。

然而，作为一个处于初级阶段的资本市场，其显然是不完善的，尤其表现在资产价格的剧烈波动性。这会不会导致日本等国家出现的资产泡沫问题，甚至会不会影响到金融体系的稳定性，货币政策应不应该对我国资产价格的剧烈波动做出反应，这些问题是摆在决策部门和经济学界面前的一项重要课题。

基于上述背景，本文试图在学术界现有成果的基础上，通过本人的甄别、思考和相关数据分析，探讨“货币政策是否应对资产价格做出反应”这一前沿问题，并对我国的情况加以分析。

二、论文的思路和研究方法

所谓资产价格，广义上是指股票、房地产、债券、外汇等资产的价格的总称，狭义上通常是指股票价格和房地产价格。由于股票价格和房地产价格的波动相对比较剧烈，对宏观经济和金融体系的影响也较大，因此本文所讨论的资产价格仅限于股票价格和房地产价格。

货币政策是否应对资产价格的变动做出反应，这是近几年国际上争论的一个热点问题。针对这一问题，存在两种观点：一种观点认为资产价格的过度波动会影响到金融体系的稳定性，而且资产价格的变动包含了未来通货膨胀的信息，货币政策有必要对资产价格进行干预以抑制资产价格泡沫的形成，并且货币政策对资产价格表现出的信息做出反应可以稳定通货膨胀的预期，这种观点我们称其为支持者的观点；另一种观点则认为资产价格泡沫的判断是非常困难的，控制资产价格泡沫的形成更是难上加难，而且货币政策对资产价格的反应还会影响到中央银行其他目标的实现，因此他们认为货币政策不可对资产价格做出反应，这种观点我们称其为反对者的观点。两种观点各有其理，莫衷一是，如果针对他们提出的理由进行论证、辩驳，可能很难得出令人满意的结论。

因此，为了系统、全面地探究这一问题，本文以资产价格为切入点，首先研究资产价格变化会对宏观经济和金融体系产生什么影响，在不同的影响

作用下，货币政策对资产价格的反应会达到什么样的政策效果，由此判断货币政策是否应当对资产价格进行反应。然后，根据不同情况下货币政策对资产价格的反应选择，本文尝试提出货币政策对资产价格的反应原则。最后，利用这一原则对中国的货币政策实践进行分析。这便是本文的思路，也是论文题目定为“资产价格与货币政策”的缘由。

循着这一思路，本论文的结构安排大体如下：

第一章对货币政策是否应对资产价格做出反应的争论进行简要概述，为后面的论述作铺垫。

第二章对资产价格与社会总需求的关系进行分析，研究两者不同关系的情况下，货币政策对资产价格的反应选择。

第三章对资产价格与通货膨胀的关系进行分析，研究资产价格能否预测未来通货膨胀的不同情况下，货币政策对资产价格的反应选择。

第四章以日本泡沫经济时期的货币政策为例，分析货币政策是否应当抑制资产价格泡沫的形成。

第五章在前文的基础上提出货币政策对资产价格的反应原则和中央银行的政策取向。

第六章对我国的实际情况加以分析。

本文在探讨这一富有争议的问题时主要采用了以下几种研究方法：

1、先分析后归纳的方法。本文先对资产价格与总需求、通货膨胀、金融体系的关系以及货币政策的反应选择加以分析，而后在此基础上归纳出货币政策对资产价格的反应原则。

2、从一般到具体的分析方法。先归纳出货币政策对资产价格一般的反应原则，而后利用这一原则分析我国的具体情况。

3、在借鉴的基础上进行创新。本文大量借鉴了国外研究的理论模型和实证结论，并且对某些模型加以评述和改进。

4、在某些章节采用实例分析的方法。如以日本泡沫经济时期为例，分析资产价格、金融危机与货币政策的关系。

5、关于我国的货币政策对资产价格的反应选择问题，采用实证分析的方法，很大程度上得益于EViews数理统计软件的运用。

三、创新与不足

本文的创新之处主要有：

1、国内学者在研究这一问题时，多是限于对某种关系的分析，比如资产价格的财富效应，或者资产价格泡沫与金融体系的稳定的关系，而没有形成系统的分析框架。本文系统分析了资产价格与宏观经济和金融体系的关系，并以此为基础，分析货币政策对资产价格的反应选择，从而形成一个较为系统、完整的分析体系，这是本文在分析框架上的创新。

2、本文在论述中形成了一些新的观点。比如资产价格能否预测通货膨胀直接关系到货币政策对资产价格的反应；货币政策控制资产价格泡沫的形成是存在困难的；货币政策对资产价格反应与否与资产价格的高低是无关的；中央银行应采取货币政策之外的其他措施以控制资产价格泡沫的形成等等。

3、本文在分析支持者和反对者的两个代表模型时，对这两个模型进行了客观的评述，并富有新意地指出了二者的不合理之处，从而有力地反驳了他们的观点。

4、本文在分析的基础上创造性地提出了货币政策对资产价格的反应原则，根据这一原则各国中央银行可以据以分析判断本国货币政策是否应当对资产价格进行反应。

5、本文探索性地扩展了泰勒规则的反应函数，将资产价格作为一个变量包括进来，建立并估计了我国货币政策的反应函数，并通过这一估计的反应函数对我国货币政策的实施情况进行分析。

货币政策是否应对资产价格做出反应，是一个争议很大，甚至是很难得

出结论的问题。因此，虽然本文较为系统、全面地分析了资产价格与宏观经济、金融体系的不同关系的情况下货币政策的反应选择，也试图提出货币政策对资产价格的反应原则，但文中的观点和建议肯定是不尽完美、有待商榷的。并且，由于笔者学术水平所限，在对支持者和反对者两个代表模型评述的基础上，没有构建一个将资产价格与宏观经济、金融体系各种关系纳入其中的更为完善的模型，这是本文最大的缺憾。另外，由于数据来源所限，在对我国资产价格与货币政策实践的问题进行探讨时，没有对房地产价格与货币政策进行分析，而只是局限于股票价格，这也是本文的不足之处。

第一章 货币政策是否应对资产价格做出反应：争论概述

本章将简要地概述货币政策是否应对资产价格做出反应这场争论的前提以及这场争论中的两种主要观点，目的在于为后文的进一步深入探讨做铺垫。

第一节 争论的前提

一、对自由市场原则的重新审视

根据自由市场原则，资产市场上的自由交易是市场效率和公平的保证。传统理论认为，股票市场是国民经济的晴雨表，市场价格将围绕由经济增长率、利率水平、通货膨胀等经济变量所决定的均衡价值上下波动，这种适度波动不致对实体经济构成多大影响，因为市场上各方不断买卖交易的结果使市场自动走向均衡，根本不需要政府直接干预市场的运动，政府在其中的作用仅仅是制定交易规则、规范交易行为、严格信息披露，以保证交易过程的效率、公平和透明，从而确保自由市场功能的发挥，政府对市场的作用如果超过上述范围，将会被认为是对自由市场原则的侵犯。

然而，资产价格所具有的过度波动的特性使得各国政府不得不对资产价格进行干预。实体经济的调整过程连续而缓慢，这主要是因为实体经济的主要变量，如收入、投资的调整需要经历时滞；而在资本市场中，交易对象是资产，其投资价值取决于该资产未来的盈利能力，其交易价格则决定于人们对这种盈利能力的预期，因此任何影响资产未来盈利的心理预期都会引起市场上资本的流动，进而造成资产价格的波动。由于投资者的心理预期是不完全理性的，加上资产市场交易的信息不对称，使得投资者往往需要对周围人的行为进行判断以提取信息，并采取类似的行为。投资者跟从主流心理的这

种倾向，即表现出明显的从众心理。凯恩斯在《通论》中所列举的“选美”的比喻形象地说明了人们的从众心理：每个人都不是选择自己认为最美的，而是选择他认为别人会认为是最美的。在资产市场上，从众心理一旦被市场上的机构投资者所利用，他们往往依靠其资金实力操纵市场，蓄意操作，而大量不明真相的中小投资者通常盲目跟进，价格大涨时纷纷买进，而价格大跌时则又纷纷抛出，从而导致资产市场价格的暴涨与暴跌。资产价格的过度波动往往会对实体经济产生严重的冲击，威胁到宏观经济的平稳健康发展，甚至导致经济陷入衰退。因此，为了维护宏观经济运行的稳健，政府就有必要对资产价格进行适当的干预。

之所以人们对政府调控资产市场存有疑虑，是因为担心由此引起财富分配的不公，从而破坏经济民主。实际上，这种担心是多余的。现代经济学向我们表明，为了实现经济的可持续发展，市场经济也离不开政府运用经济政策以调控宏观经济，而各种经济政策的实施必然会引起财富分配效应，如利率调整会引起财富在货币持有者和资产持有者之间的转移，税收政策的改变将导致贫富格局的相应变化。总之，任何经济政策的实施总会伴随财富的重新分配效应，既然利率政策、税收政策的实施是合理的，同样会引起财富重新分配的资产市场调控也应该是没有异议的。

政府干预资产价格的必要性和合理性使得各国政府重新审视自由市场原则。这也就为货币政策是否应当对资产价格变动做出反应的这场争辩提供了舞台。

二、货币政策的有效性

货币政策的有效性，即货币政策能否影响就业、产出等真实经济变量，也即货币是否中性。这一问题几乎是从经济学诞生起，就一直是学界和政府部门研究的热门课题。70年代末期以来关于货币政策有效性的争论主要在新古典宏观经济学派和新凯恩斯学派之间展开。

新古典宏观经济学有 3 个基本假设：第一，市场出清，经济主体能够根据所掌握的有限信息做出最优决策，即处于连续均衡状态；第二，经济中的需求和供给函数是理性最大化的厂商个人跨时期最优决策的结果；第三，由于代理人处于不完全信息的状态，必须对当前和未来的情况进行理性预期。由于人们的预期是合乎理性的，他们就会考虑到过去的失误，并在必要的时候修改预期，以便在今后的行为决策中成功地消除那些引起预期失误的规律。由于市场是可以出清的，这样，政府的经济政策，不管是被人们所预期到的，还是没有被人们预期到的，都不会对实际经济产生真正的影响，从而政策是无效的。

新旧凯恩斯主义则是基于非均衡或者非市场出清的假设：当经济中出现需求冲击或供给冲击时，工资和价格不能迅速地调整以实现市场出清。工资和价格调整过程的刚性使得经济回复到实际产量等于充分就业的产量水平需要一个很长的过程。在这一过程中，经济处于持续的非均衡状态。凯恩斯主义认为非市场出清假设赖以成立的前提是工资和价格刚性。新凯恩斯主义继承了凯恩斯主义关于货币影响产出的思想；同时针对凯恩斯主义在解释“工资—价格机制”时缺乏微观经济基础的不足，在吸收理性预期等新思想的基础上，论证了工资、价格调整的刚性机制，从而为货币政策有效论奠定了坚实基础。

货币政策是否有效的争论尚无定论，但在探讨货币政策是否应当对资产价格做出反应之前，我们还是有必要认定货币政策是能够影响产出的，而且我们这样认定也是有依据的。

首先，新古典宏观经济学派的市场出清假设是不成立的。信息经济学认为劳动的供给量是不能被充分监督的，在基于道德风险的模型中，劳动合同双方处于信息不对称的状态，签订的是不完全的合同。效率工资模型认为工人的生产率随着工资的提高而提高，代价是厂商必须给予较高的工资，较高的工资可以起到激励机制的作用。厂商的利润跟工资之间在一定程度上正相

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库